

2025 年 04 月 01 日

业绩承压，看好国补催化带动出租率提振

美凯龙(601828)

评级：	增持	股票代码：	601828
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价：	4.45/2.02
目标价格：		总市值(亿)	128.90
最新收盘价：	2.96	自由流通市值(亿)	106.96
		自由流通股数(亿)	3,613.45

事件概述

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 78.21 亿元，同比下滑 32.08%；归属于上市公司股东净亏损 29.84 亿元，扣非后归母净利为-16.80 亿元，利润端下滑较多，我们判断主要原因是地产后周期消费缓慢复苏，行业加速出清，造成商场出租率同比阶段性下滑，同时公司实施部分租金及管理费减免和优惠等暂时性条款，使公司租金收入及管理费收入出现阶段性下滑。现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.16 亿元，比去年同期减少了 90.85%。单季度看，2024Q4 实现营收 17.16 亿元，同比-39.57%；实现归母净利润-10.97 亿元，同比+34.32%，扣非后归母净利润-6.28 亿元，同比+30.73%。

分析判断：

►收入端：收入承压，国补催化商场销售回暖

2024Q4 收入继续承压，主要系受总体经济环境波动影响，商场出租率阶段性下滑，公司为支持商户持续运营，稳商留商优惠增加，且其他业务板块项目数量减少，进度放缓。2024 年公司自营商场业绩相对稳健，整体收入 53.60 亿元，同比-21.0%，自营商场及委管商场平均出租率分别为 83.0%及 82.5%，相比去年分别同比+0.2pct、-3.2pct。随着国家及各地的“以旧换新”政策密集出台，2024 年第四季度，全国范围开启大规模家电家居以旧换新消费补贴活动，公司充分利用龙头线下渠道红利，展现卓越的组织行动执行力，积极对接政府、行业协会，组织帮助商户完成资质申请，政策、流程宣讲等工作。截至 2024 年末，公司实现全国 249 家商场覆盖，多地商场跻身政府指定企业名录，北京、上海、黔贵区域更是率先成为省内国补首批线下试点企业，公司线下超 150 家高端电器馆成为线下家电“以旧换新”政府补贴主渠道之一。2024 年第四季度公司全国卖场以旧换新订单数 72.4 万单，销售额 66.9 亿，中央补贴金额 11.5 亿，补贴占销售额 17%左右，龙头聚集效应显著，切实拉动消费，充实商户营收。

►盈利端：费用相对刚性，净利延续亏损

盈利能力方面，2024 年公司毛利率 58.26%，同比上升 1.52pct，净利率为-40.79%，同比-20.20pct；单季度来看 Q4 毛利率 54.10%，同比+0.60pct，净利率-69.08%，同比-7.50pct。费用方面，2024 年公司期间费用率为 58.24%，同比增加 11.64pct，其中销售费用率为 13.15%，同比+0.27pct；管理费用率为 13.11%，同比+1.81ct；研发费用率 0.17%，同比持平；财务费用率为 31.81%，同比增加 9.57pct。单季度来看，Q4 期间费用率为 70.61%，同比+24.81pct，其中销售费用率为 15.97%，同比+3.22pct；管理费用率为 13.11%，同比+1.81ct；研发费用率 0.13%，同比-0.08pct；财务费用率为 38.39%，同比增加 14.36pct，我们判断主要为负债利息支出仍承压。

►布局高端新生态，激活存量市场

高端家电：公司首倡「3+星生态」战略，围绕业务策划高端家装生态大会、高端电器行业大会、千商大会等大事，助力业务转型升级；推动并传播昆明、沈阳等落地成功的标杆商场案例，构建全新招商模版。**高端家装：**聚焦公司主营业务，打造 M+高端家装设计中心用户心智，围绕“设计生意”核心主题，协助重点商场策划设计师论坛、设计游学、16 城 M+大赛等高质量活动；同步开发设计师小程序，利用服务权益增加设计师粘性，以数据量化设计师的贡献度，助推设计师的入驻和运营。**多业态协同发展：**紧跟汽车业态发展，公司成功推动 π 空间首发及成都落地，积极参与广州车展前论坛，高频产出原创内容，累计获媒体报道 60 余次，内容曝光超 5,000

万，视频播放量超百万，成功打响“家居+汽车”新业态布局的第一枪。公司大力推进多业态协同发展，有利于提升运营质量，拓展业绩增长面，值得期待后续表现。

投资建议

公司目前已形成线上线下全布局，家居、家装、高端电器全覆盖，品牌商、设计师资源全链接的“10+1”立体大家居生态；考虑到当前终端需求仍有较大压力以及与建发业务协作融合仍需一定时间，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 81.95/85.03/87.83 亿元（前值 90.69/93.65/-亿元），EPS 分别为 0.02/0.09/0.16 元（前值 0.03/0.11/-元）。对应 2025 年 3 月 31 日的收盘价 2.96 元/股，25-27 年 PE 分别为 180/32/18 倍。维持“增持”评级。

风险提示

1) 地产销售不及预期。2) 新业务进展不顺。3) 与新股东合作效果不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,515	7,821	8,195	8,503	8,783
YoY (%)	-18.6%	-32.1%	4.8%	3.8%	3.3%
归母净利润(百万元)	-2,216	-2,983	72	408	713
YoY (%)	-496.8%	-34.6%	102.4%	469.3%	74.5%
毛利率 (%)	56.7%	58.3%	58.9%	60.0%	60.7%
每股收益 (元)	-0.51	-0.69	0.02	0.09	0.16
ROE	-4.5%	-6.4%	0.2%	0.8%	1.4%
市盈率	-5.80	-4.29	179.64	31.56	18.09

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

联系人：罗天啸

邮箱：luotx@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,821	8,195	8,503	8,783	净利润	-3,190	77	437	762
YoY (%)	-32.1%	4.8%	3.8%	3.3%	折旧和摊销	671	460	479	494
营业成本	3,265	3,372	3,403	3,448	营运资金变动	-1,953	-650	-1,099	-657
营业税金及附加	391	287	298	307	经营活动现金流	216	2,652	2,366	3,037
销售费用	1,028	983	1,105	1,098	资本开支	-367	-539	-455	-358
管理费用	1,026	901	1,020	1,054	投资	409	787	813	679
财务费用	2,488	870	592	780	投资活动现金流	631	369	320	348
研发费用	13	25	17	18	股权募资	11	0	0	0
资产减值损失	-247	-800	-900	-800	债务募资	-5,603	374	-1,456	-2,589
投资收益	-30	41	43	26	筹资活动现金流	-243	-685	-2,354	-3,692
营业利润	-3,398	231	493	740	现金净流量	605	2,336	332	-308
营业外收支	-205	-155	-52	30	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	-3,603	76	441	770	成长能力				
所得税	-413	-1	4	8	营业收入增长率	-32.1%	4.8%	3.8%	3.3%
净利润	-3,190	77	437	762	净利润增长率	-34.6%	102.4%	469.3%	74.5%
归属于母公司净利润	-2,983	72	408	713	盈利能力				
YoY (%)	-34.6%	102.4%	469.3%	74.5%	毛利率	58.3%	58.9%	60.0%	60.7%
每股收益	-0.69	0.02	0.09	0.16	净利率	-38.1%	0.9%	4.8%	8.1%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-2.6%	0.1%	0.4%	0.6%
货币资金	3,795	6,131	6,463	6,155	净资产收益率 ROE	-6.4%	0.2%	0.8%	1.4%
预付款项	265	199	200	203	偿债能力				
存货	53	136	135	139	流动比率	0.31	0.36	0.34	0.31
其他流动资产	4,863	4,303	3,584	3,080	速动比率	0.18	0.23	0.22	0.18
流动资产合计	8,976	10,769	10,381	9,577	现金比率	0.13	0.20	0.21	0.20
长期股权投资	3,329	3,107	2,885	2,670	资产负债率	57.4%	57.0%	55.4%	53.4%
固定资产	2,582	2,590	2,583	2,546	经营效率				
无形资产	64	56	49	42	总资产周转率	0.07	0.07	0.07	0.08
非流动资产合计	107,261	106,376	105,626	104,850	每股指标（元）				
资产合计	116,237	117,144	116,007	114,426	每股收益	-0.69	0.02	0.09	0.16
短期借款	2,142	3,516	5,061	6,472	每股净资产	10.68	10.88	11.18	11.52
应付账款及票据	1,712	1,138	959	1,099	每股经营现金流	0.05	0.61	0.54	0.70
其他流动负债	25,077	25,307	24,468	23,773	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	28,931	29,961	30,487	31,344	估值分析				
长期借款	17,704	16,704	13,704	9,704	PE	-4.29	179.64	31.56	18.09
其他长期负债	20,082	20,082	20,082	20,082	PB	0.30	0.27	0.26	0.26
非流动负债合计	37,785	36,785	33,785	29,785					
负债合计	66,716	66,747	64,272	61,130					
股本	4,355	4,355	4,355	4,355					
少数股东权益	3,031	3,036	3,064	3,114					
股东权益合计	49,521	50,398	51,735	53,297					
负债和股东权益合计	116,237	117,144	116,007	114,426					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。